Центр соціальних та економічних досліджень

Адреса: Bagatela St., 14,
00-585, Warsaw, Poland
Tel.: (48 22) 628-0912
Fax: (48 22) 628-6581
E-Mail: case@case.com.pl
case@case.kiev.ua

Гарвардський інститут міжнародного розвитку

Адреса: 252001, Україна, Київ,
вул. Хрещатик 10 Б
Тел.: (044) 228-8660, 228-1349
Fax: (044) 228-1349
E-Mail: hiid@hiid.kiev.ua

Инфляционные последствия финансового кризиса 17 августа в России

Марек Ярочиньски

Перевод с английского Елены Ярочиньской

Киев
14 января 1999 года

1. Развитие кризиса

Летом 1998 года происходило снижение золотовалютных резервов Центрального банка (ЦБР) и усиление проблемы ликвидности ряда российских банков, в то время как законопроекты, касающиеся реформы государственных финансов, застревали в Думе. 17 августа 1998 года российскими властями было принято решение о приостановке поддержки обменного курса рубля, об отказе от выкупа Государственных казначейских облигаций и о введении моратория на обслуживание иностранных долгов. Первые два решения ускорили развитие глубокого банковского кризиса (который и так бы дал о себе знать), поскольку российские банки держали большие портфели ГКО и форвардных долларовых контрактов.

Политическая ситуация добавила неопределенность в финансовый хаос. 23 августа Президент РФ уволил правительство Сергея Кириенко. Драматическая конфронтация, развернувшаяся между Думой и Президентом по поводу выборов преемника (с угрозами импичмента Президента и роспуска Думы), закончилась лишь 11 сентября. Тем временем, 7 сентября Сергей Дубинин, председатель Центрального банка России, подал в отставку.

2. Причины первоначальной волны инфляции

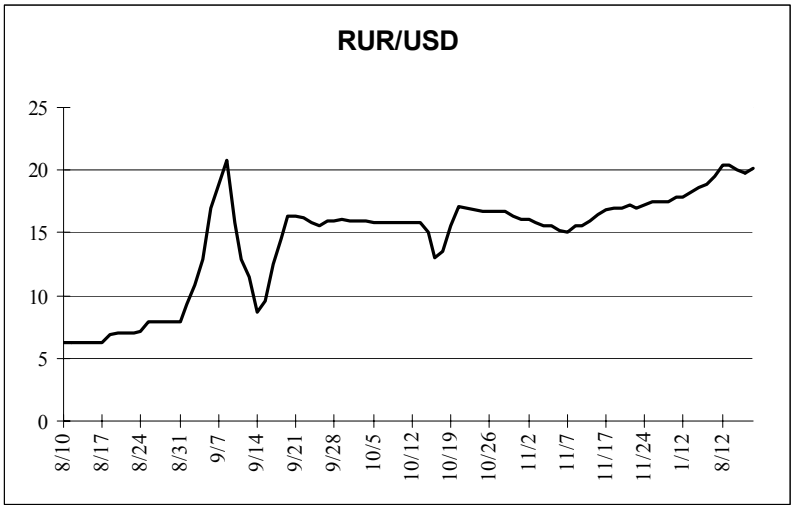
Начальное увеличение инфляции было связано с обесценением рубля, которое оказало прямой эффект на цены. Оно также может быть отнесено на счет воцарившейся в стране неопределенности и наличием у людей пессимистических ожиданий, вызвавших волну спекулятивного спроса на товары.

2.1. Обесценение рубля

17 августа Центральный банк России (ЦБР) принял решение отвязать рубль от доллара. Официальные границы валютного коридора были значительно расширены (от 6 до 9,5 рублей за доллар). Однако, поскольку давление рынка продолжало расти, оказалось, что даже порог в 9,5 рублей за доллар не представлялось возможным защитить. И это несмотря на то, что за 2 недели ЦБР использовал 2,4 миллиарда долларов своих резервов (с 14 по 27 августа резервы упали с 15,1 миллиарда долларов до 12,7 миллиардов долларов). Официальные валютные торги были приостановлены 26 августа на более, чем недельный срок, но расхождение между официально установленным курсом и курсом, определяемым при помощи электронных торгов, было слишком очевидным. Для того чтобы предовратить появление черного валютного рынка, ЦБР был вынужден установить более реалистичный обменный курс. Начиная с сентября, курс рубля стал плавающим. За первую неделю сентября обменный курс превысил 20 рублей за доллар.

Эта тенденция неожиданно сменилась на противоположную, и 15 сентября курс рубля достиг отметки 8,67 за доллар. Этот эпизод может быть объяснен сотрудничеством коммерческих банков и Центрального банка с целью поддержки рубля, чтобы, таким образом, сократить обязательства банков по форвардным контрактам, срок погашения которых истекал 15 сентября (хотя, в любом случае, выплаты по этим контрактам были заморожены в результате действующего моратория). Низкие объемы торговли на валютном рынке облегчили проведение этой операции. В течение кульминационной недели ЦБР продал лишь 300 миллионов долларов. После 15 сентября обменный курс не замедлил вернуться к уровню около 16 рублей за доллар. Похожая операция была осуществлена перед 15 октября, хотя и в меньшем объеме (см. Рисунок 1).

Рисунок 1. Обменный курс рубля к доллару



Источник: Центральный банк России.

Похоже, что за период после 17 августа отметка приблизительно в 16 рублей за доллар находится в центре колебаний рубля, и, таким образом, показывает на некоторый, по крайней мере временный, равновесный уровень. Эксперты МФК Ренессанс не поддерживают этой точки зрения[1] и указывают на ряд факторов, определивших искусственную силу рубля. В соответствие с их утверждением, рынок был разрушен: большинство банков находится в нестабильном положении, при этом подозревает своих партнеров в том же самом, и поэтому не желает им верить. Таким образом, объем валютного рынка снизился. Банки также находятся по давлением Центрального банка. На каждый из них может быть наложен запрет на участие в валютных торгах (и на некоторые из них был действительно наложен). Иногда торги вообще отменялись, и ЦБР устанавливал курс на основе курса за предыдущий день.

В начале октября были введены дальнейшие ограничения на торговлю: в течение утренней сессии экспортеры были обязаны продавать 50% от полученной выручки в иностранной валюте, в то время как покупка валюты была разрешена только на основании импортных контрактов, выплат дивидендов и торговых кредитов, гарантированных иностранным государством. Так как объемы импорта сократились вследствие девальвации, предложение валюты обычно превышает спрос на нее. ЦБР ее покупает, и позднее продает на дневной сессии. Поэтому не вызывает удивления тот факт, что на утренней сессии рубль сильнее, хотя на протяжении октября разница между утренней и дневной сессией составляла обычно лишь несколько процентов.

Несмотря на приведенные выше аргументы в поддержку утверждения о том, что курс в 16 рублей за доллар с сентября по октябрь является искусственным, этот курс также не может быть слишком далеким от средне-срочного равновесия. До настоящего момента, не имеется свидетельств о значительном разрыве между обменным курсом черного рынка и официальным курсом. Доллары в розницу можно купить практически всегда. Обесценение рубля от 6,2 до 16 рублей за доллар (на 160%) было и так огромным. Разрушение рынка и вмешательство в его работу ЦБР пересилило излишнюю панику начальной стадии кризиса.

Однако, меры, предпринятые Центральным банком, имеют краткросрочный характер, и могут привести лишь к патологиям в долгосрочном периоде. Опыт других стран показывает, что рыночные механизмы всегда находят себе дорогу. Точка зрения

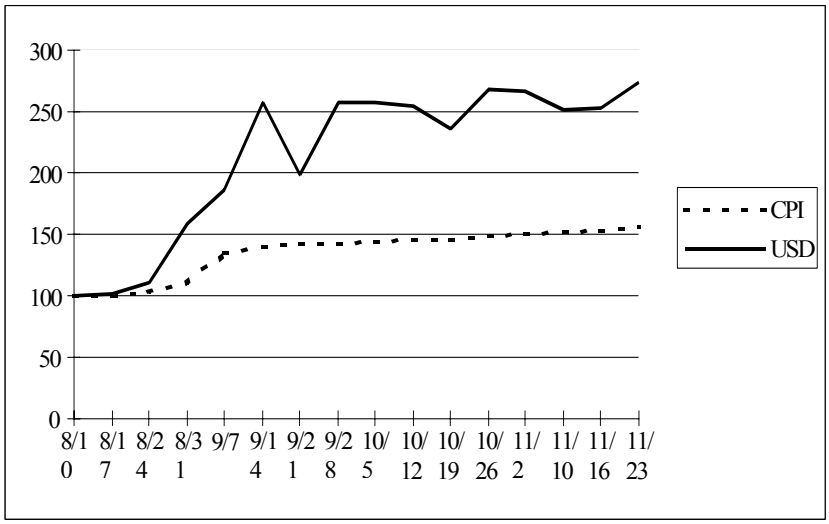
[1] MFK Renaissance, Currency Update, The Illusion of Rouble Strength, 24 сентября, 1998 года.

о том, что падение рубля продолжится, широко распространена, независимо от любых официальных заявлений и административных барьеров.

2.2. Влияние обесценения рубля на цены

Обесценение рубля имело прямой эффект на цены импортируемых продуктов, а также косвенный эффект, поскольку цены на продукты, произведенные в России, по крайней мере, частично, их догоняли. Тем не менее, цены выросли значительно ниже, чем обменный курс. В результате, покупательная способность доллара выросла на 60%.

Рисунок 2. ИПЦ, официальный обменный курс рубля к доллару, средние недельные значения, индексные показатели (10 Августа =100)

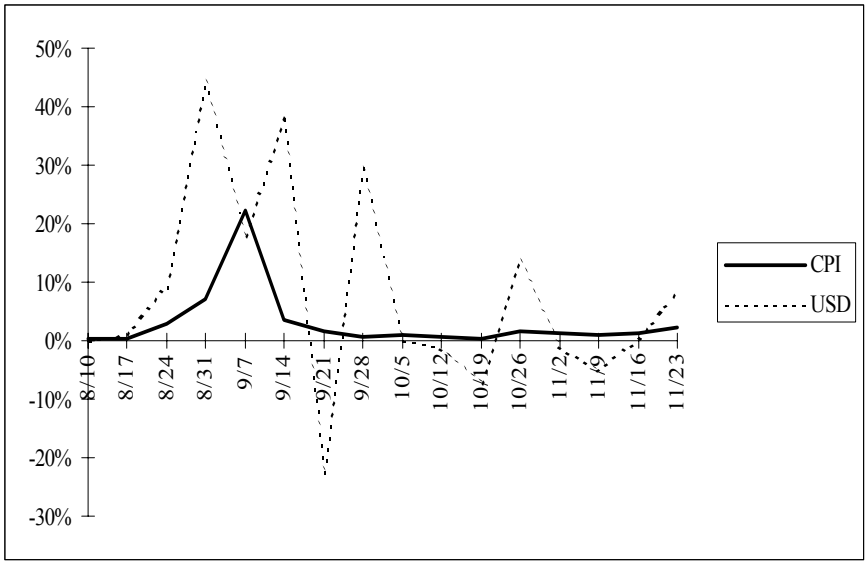


Источник: Госкомстат (ИПЦ), Центральный банк России (обменный курс).

Сравнение недельных изменений индекса цен[2] и обменного курса (Рисунок 3) позволяет наблюдать динамику процесса корректировки цен. Потребительские цены стали расти вместе с начальной волной обесценения рубля, хотя и значительно медленнее. Темпы инфляции достигли своего пика в первую неделю сентября (цены выросли на 36% в соответствие с начальными оценками), когда обменный курс также достиг максимума - более 20 рублей за доллар. Во второй половине сентября инфляция снизилась, и оставалась низкой на протяжении октября. Цены не упали в результате впечатляющего усиления рубля накануне 15 сентября и 15 октября.

[2] С сентября Российский Государственный комитет по статистике стал наблюдать за ценами на недельной основе, для того чтобы более точно следовать за посткризисным развитием инфляции. Недельная инфляция считается на базе небольшой корзины из 37 наименований, включая 25 продовольственных продуктов. Информация о ценах собирается во всех регионах России. Недельные показатели не складываются прямо в месячные, но здесь они соответственно скорректированы.

Рисунок 3. Изменения ИПЦ и средненедельного обменного курса рубля к доллару, в процентах



Источник: Госкомстат (ИПЦ), Центральный банк России (обменный курс).

Темпы роста цен отдельно на импортные и отечественные товары нельзя определить напрямую. Имеющиеся данные по группам товаров включают как отечественные, так и импортные товары, хотя конечно в разных пропорциях. Таким образом, можно получить некоторую информацию из существующих данных.

В Таблице 1 представлены показатели инфляции по различным категориям потребительской корзины. Продовольственные товары доминируют в корзине, так что показатели роста цен на товары этой группы наиболее близки к общей инфляции ИПЦ. Известно, что Россия находится в сильной зависимости от импортного продовольствия. В соответствие с многими оценками, импорт покрывает более половины внутреннего предложения[3]. Наибольший рост цен был характерен для непродовольственных товаров. Цены на услуги выросли значительно меньше, чем на другие наименования. Индекс цен производителей также остался далеко позади от розничных цен.

Таблица 1. ИПЦ, по группам: Продовольствие, Непродовольственные товары, Услуги; Индекс цен производителей (ИЦП), официальный обменный курс, процентные изменения

	ИПЦ	продовольствие	непродовольственные товары	услуги	ИЦП	USD
август 98	3,7%	2,4%	7,1%	1,2%	-0,6%	67,1%
сентябрь 98	38,4%	39,5%	54,3%	3,4%	7,5%	53,5%
октябрь 98	4,5%	3,9%	7,4%	1,6%	5,9%	1,0%
ноябрь 98	5,7%	7,6%	4,3%	1,3%	-	11,3%

Источник: Госкомстат (цены), Центральный банк России (обменный курс).

Характер увеличения цен на продовольственные товары (Таблица 2) говорит о том, что наиболее сильно выросли цены на импортные товары. Ценовые скачки были

[3] Возможно, что эти оценки не учитывают продуктов питания, произведенных на небольших участках земли, для собственного потребления. По словам Виктора Семенова, министра сельского хозяйства (в статье "От голода спасут срочные централизованные закупки еды", Независимая газета, НГ Политэкономия, 18.11.98), около 100 миллионов российских граждан обеспечивают себя картофелем и овощами, а 50 миллионов – мясом.

самыми высокими для чая, риса и кофе, подсолнечного масла (хотя Россия экспортирует зерна подсолнечника, она импортирует половину внутреннего потребления подсолнечного масла) и сливочного масла (половина которого импортируется). На другом полюсе находятся такие продукты, как капуста (цены на нее упали вследствие сезонных причин), ржаной хлеб и творог, которые производятся в стране.

Таблица 2. Максимальное и минимальное изменения цен за месяц на отдельные группы и виды продовольственных товаров, сентябрь, 1998 года (агрегированный индекс цен на продовольствие = 139,5%)

Наименование групп товаров	Индекс цен в среднем по группе, %	Максимальное и минимальное изменения внутри группы	
		товары	индекс цен, %
Мясо и птица	134,4	Куриные окорочка	164,0
		Свинина, кроме бескост- ного мяса	121,6
Масло и жиры	202,7	Масло подсолнечное	235,6
		Масло сливочное	175,3
Молоко и молочная продукция	120,4	Смеси сухие молочные для детского питания	195,6
		Творог нежирный	111,5
Чай, кофе	248,1	Чай черный байховый	279,5
		Кофе растворимый	223,0
Хлеб и хлебобулочные изделия	110,4	Булочные изделия сдобные из муки высшего сорта	123,7
		Хлеб ржаной и ржано- пшеничный	107,5
Крупа и бобовые	232,6	Рис шлифованный	274,0
		Горох и фасоль	143,3
Плодоовощная продукция, включая картофель	117,8	Бананы	196,9
		Капуста свежая белокочанная	84,4

Кроме того, сахар-песок подорожал в 2,4 раза, маргарин - в 2,2 раза.
Источник: Госкомстат (http://www.gks.ru)

Цена на непродовольственные товары (Таблица 3) росли быстрее, чем ИПЦ. На некоторые наименования отечественной продукции цены росли в меньшей степени (например, на электрические утюги), а на другие наименования рост цен был самым высоким (сигареты без фильтра, которые скорее всего производятся из выращиваемого в стране табака). Цены на бензин (Россия является экспортером бензина) выросли на 30%.

Таблица 3. Максимальное и минимальное изменения цен на непродовольственные товары за месяц сентябрь, 1998 года (агрегированный индекс цен на непродовольственные товары = 154,3%)

Наименование групп товаров	Индекс цен в среднем по группе, %	Максимальное и минимальное изменения внутри группы	
		товары	индекс цен, %
Одежда и белье	124,3	Мужская одежда	128,6
		Постельное белье	119,7
Обувь	130,1	Женская обувь	134,9
		Детская обувь	121,5
Табачные изделия	252,5	Сигареты с фильтром отечественные	264,4
		Сигареты без фильтра отечественные	241,9
Электротовары	181,9	Машина стиральная автоматическая, импортная	202,1
		Электроутюг с автоматическим терморегулятором, отечественный	121,1
Телерадиотовары	191,2	Телевизор цветного изображения, размер экрана по диагонали 51-54 см	193,4
		Видеокассета импортная	181,6
Медикаменты	143,3	Галазолин (кроме детского)	189,7
		Эритромицин (кроме детского)	110,8

Кроме того, в 2,3 раза стали дороже моющие средства. Прирост цен на бензин был ниже общего удорожания непродовольственных товаров и составил 29,6%.

Таблица 4. Максимальное и минимальное изменения цен и тарифов за месяц на отдельные группы и виды платных услуг населению, сентябрь, 1998 года (агрегированный индекс цен на услуги = 3,4%)

Наименование групп услуг	Индекс цен и тарифов в среднем по группе, %	Максимальное и минимальное изменения внутри группы	
		услуги	индекс цен и тарифов, %
Бытовые	105,3	Услуги фотографий	117,4
		Ритуальные услуги	102,1
Пассажирского транспорта	104,8	Авиационный	110,7
		Железнодорожный	101,0
Связи	100,6	Телефонная городская	100,8
		Почтовая	100,1
Жилищно-коммунальные	101,4	Услуги гостиниц и прочих мест проживания	111,8
		Электроэнергия	100,3

Подытоживая приведенные выше данные, можно отметить следущее. Во-первых, цены на импортные товары росли быстрее, чем цены на товары, произведенные в России. Цены на многие необходимые товары, такие как чай, кофе, табачная продукция, рис и подсолнечное масло выросли приблизительно настолько, насколько вырос доллар (приблизительно на 160%). Во-вторых, розничные цены на отечественные продовольственные и непродовольственные товары также росли вслед за ценами на импорт, цены производителей от них отставали, а цены на услуги реагировали очень вяло.

Чтобы понять прямую краткосрочную связь между обесценением рубля и динамикой роста цен на отечественную продукцию, необходимо принять во внимание дополнительные факторы: долю прибыли в цене импортной продукции и объем складских запасов импортной продукции, ввезенной до девальвации. По оценке ЦБР, импортеры могли пережить по крайней мере 40% девальвацию рубля, вообще не поднимая цены [Агентство новостей Интерфакс, Финансовый отчет, 2 октября 1998 года, Глава VII, Выпуск 39(355)]. На волне кризиса таможенные пошлины на некоторые сельскохозяйственные продукты были снижены на 5-15%. Что касается

докризисных (т.е. до 17 августа) запасов импортных потребительских товаров, то считается, что их должно было хватить до конца ноября. За товары, проданные в сентябре, поставщики лишь в редких случаях платили по новому обменному курсу. С началом кризиса в платежней системе воцарился полный беспорядок. Объемы импорта небывало упали (в сентябре на 45,5% по сравнению с августом) для этого времени года. Несмотря на это, после короткого периода неразберихи, товарного дефицита не наблюдалось. На основе этих факторов можно сказать, что у импортеров была возможность смягчить эффект девальвации на цены, по крайней мере частично и на короткое время, если бы они столкнулись со строгим ограничением со стороны спроса.

3. Роль ожиданий и спекулятивный спрос

Цепь событий, развернувшихся в августе, вызвала отчаяние среди населения. Стала явной проблема ликвидности банковского сектора, и доступ к депозитам был ограничен. Очереди негодующих вкладчиков появились у дверей банков. Рубль стремительно падал. Люди видели, как их рублевые активы день ото дня теряют свою стоимость. В стране не было правительства, а политический конфликт принес угрозу роспуска Думы, либо импичмента Президента, и возможность новых выборов. Существовала полная неопределенность в отношении будущей экономической политики.

В этой ситуации ожидания инфляции и дальнейшего обесценения рубля были очень высоки. Спекулятивный спрос[4] вырос и на товары, и на доллары, поскольку население хотело застраховаться от неизвестного будущего и избавиться от рублей, которые продолжали терять свою стоимость.

В конце августа и начале сентября в магазинах стал ощущаться недостаток товаров. Это было вызвано, во-первых, волной спроса, и, во-вторых, тем, что поставщики придерживали товары, боясь продавать их слишком дешево, до установления среднесрочных равновесных цен. В первую неделю сентября инфляция и покупательский ажиотаж достигли своего пика. После этого равновесие на рынке потребительских товаров снова было установлено, хотя товарный ассортимент сократился. Некоторые разновидности импортных продуктов исчезли с полок. В соответствие с Институтом конъюнктуры аграрного рынка [“От голода спасут централизованные закупки еды”, Независимая газета, НГ Политэкономия, 18.11.1998], население сделало запасы пригодных для хранения продуктов на 2-4 месяца.

Характер изменения цен говорит в поддержку предположения о том, что цены, в первую очередь, реагировали на спекулятивный спрос на пригодные для хранения продукты. Среди продовольственных товаров (см. Таблицу 2), цены росли более медленно на продукты, не пригодные для хранения, такие как хлеб, молоко и молочные продукты (фрукты и овощи не являются хорошим примером, поскольку цены на них подвержены сильной сезонной динамике). Сливочное масло выросло в цене значительно меньше, чем подсолнечное масло, хотя оба продукта импортируются на 50%. Наибольшие скачки цен были отмечены на хорошо хранимые продукты, как на 100% состоящие из импорта (на чай, кофе), так и на отечественные продукты (на крупы и бобовые). Соответственно, цены на непродовольственные товары, которые могут долго храниться, росли даже быстрее, чем цены на продовольствие. Услуги совсем непригодны для хранения, поэтому небольшое увеличение цен на услуги отражает лишь инфляцию, вызванную ростом издержек производства, которая, вероятно, с большим лагом будет действовать сильнее.

[4] Здесь понятие спекулятивный спрос означает, что продукт пользуется спросом не потому, что его хотят сразу использовать, а как средство для сохранения имущества.

4. Ограничения роста цен

Быстрый рост цен остановился в середине сентября в результате ряда факторов. Во-первых, волна спекулятивного спроса на товары упала, поскольку население потратило имеющиеся свободные ресурсы и уже не имело места для хранения. В то же время, администрации многих регионов начали вводить ограничения на рост цен, что могло улучшить официальные цифры инфляции.

Возможно, наиболее важным было то, что поскольку цены росли, а номинальные доходы оставались неизменными (в соответствие с Госкомстатом, они выросли на 1,5% по сравнению с августом), реальные доходы людей сократились (только за сентябрь - приблизительно на 38%). Это создало жесткое ограничение на пределы увеличения цен, приемлемые для потребителей.

Влияние банковского кризиса на потребительский спрос двойственно. С одной стороны, часть имущества людей, которая держалась на банковских счетах, была заморожена и, возможно, потеряна, что скорее всего снизило покупательскую способность населения. С другой стороны, деньги, которые были взяты из банковоской системы (объемы вкладов упали на 30 миллионов рублей, начиная с августа) были быстро проконвертированы в иностранную валюту и товары.

5. Скорость обращения денег

5.1. Предложение денег

В начале августа Денежная база была на уровне 160,8 млрд. руб., M0 равнялся 129,3 млрд. руб., M2 – 360 млрд. руб. и Денежная масса (Деньги + Квази-деньги, включая депозиты в иностранной валюте) – 438,5 млрд. руб. За первые два месяца кризиса произошли большие изменения как в размере, так и структуре номинального предложения денег.

5.1.1. Денежная база

В августе Денежная база сократилась на 2,1 млрд. рублей в результате интервенций ЦБР на валютном рынке. Потом эта тенденция сменилась на противополжную, и Денежная база выросла на 26,6 млрд. рублей (19%) в сентябре и октябре. Считается, что рост Денежной базы был вызван тем, что ЦБР предоставлял займы банкам и через них правительству (т.е. Пенсинному фонду), а также покупал государственные облигации [MFK Renaissance Weekly Monitor, 26 октября, 1998 года].

Обязательные резервы банков были сокращены с 11% до 10% 24 августа и далее до 7,5-5% (в зависимости от размера портфеля ГКО) 1 сентября. Часть резервов была высвобождена посредством трех взаимных схем по расшивке банковских обязательств, которые были проведены 18 сентября, 25 сентября и 2 октября. В результате было произведено расчетов на общую сумму в 30,3 млрд. рублей. Некоторые банки не использовали полностью доступные им резервы, другие наоборот имеют овердрафт, который должен быть покрыт лишь в декабре. Общие банковские резервы в ЦБР составили 22,5 млрд. рублей на конец октября, по сравнению с 51,7 млрд. рублей на начало августа и 41,7 млрд. рублей на конец августа . В результате, объем денег в обращении (M0) увеличился больше, чем объем Денежной базы. В августе M0 увеличился на 4 млрд. рублей [ЦБР, Бюллетень банковской статистики, N10(65)], в сентябре - на 21 млрд. рублей [RET, ноябрь, 1998 года] и еще более в октябре [по оценкам MFK Renaissance, за первые три недели M0 вырос на 20 млрд рублей].

5.1.2. Денежная масса

Вследствие банковского кризиса доступ к депозитам для многих вкладчиков оказался ограничен. Таким образом, фактически банковские депозиты перестали быль частью денежной массы (по крайней мере, на то время, пока ликвидность банковского сектора не будет восстановлена). Население в панике бросилось забирать свои вклады из банков, что обернулось снижением общей суммы индивидуальных депозитов на 30 млрд. рублей (от 161,2 млрд. рублей на 1 августа до 131,5 млрд. рублей на 1 октября [Moscow Times, 30 октября, 1998 года, со ссылкой на Интерфакс]). Оставшиеся вклады держатся принудительно. Анекдотические свидетельства говорят о том, что рыночная цена депозитов в проблемных банках составляет лишь 50% (по такой ставке "обналичники" предлагают свои услуги). Однако, некоторые банки, которые были названы неплатежеспособными в начале кризиса (например, СБС-Агро), сумели договориться о поддержке ЦБР и наполнили свои банкоматы в октябре, хотя лишь ограниченная сумма доступна за одну операцию. В то же время, Инкомбанк и несколько некрупных банков были объявлены банкротами.

Из-за отсутствия точных данных общий эффект от кризиса на предложение денег может быть оценен лишь приблизительно. В Таблице 5 мы попытались объединить описанные выше изменения.

Таблица 5. Основные изменения, произошедшие с предложением денег в России после кризиса.

	на 1 авг. (млрд. руб.)	**причины изменения**	**изменение**	**изменение (% от М2)**	**на 1 окт. (млрд. руб.)**
М0	129.3*	• высвобождение резервов коммерческих банков из ЦБР • кредиты ЦБР банкам	+ RUR 25 bln**	+ 6.9%	154.4**
депозиты	230.7*	• снятие индивидуальных средств со счетов	– RUR 29.7 bln***	– 8.3%	201.0
фактические депозиты	–	• снятие других вкладов (данные отсутствуют) • оставшиеся вклады держатся в банкам принудительно, и их рыночная стоимость составляет приблизительно 50%	~ – RUR 100.5 bln (~ – 50%*201 bln)	– 27.9%	100.5
общая рублевая денежная масса (М2)	360.0*	–	≈ – RUR 105.2 bln	– 29.2%	254.9

Источник: ЦБР, Бюллетень банковской статистики, N10(65), Москва, 1998 год; ** RET, ноябрь, 1998 года; Moscow Times, 30 октября, 1998 года, со ссылкой на Интерфакс; собственные оценки и расчеты.

6. Номинальный и реальный ВВП

Августовский кризис был связан с более быстрым сокращением выпуска и даже с еще более быстрым увеличением инфляции. В сентябре объем реального ВВП был на 4,6% ниже, чем в июле, в то время как в результате роста цен номинальный ВВП был выше на 20%.

7. Скорость обращения денег

В результате 20% роста номинального ВВП вместе с 30% сокращением фактического предложения денег скорость обращения денег выросла на 50%. В Таблице 6 и на Рисунке 4 показаны месячные данные по скорости обращения денег, начиная с января 1997 года, для того, чтобы поместить события последних месяцев в более общий контекст.

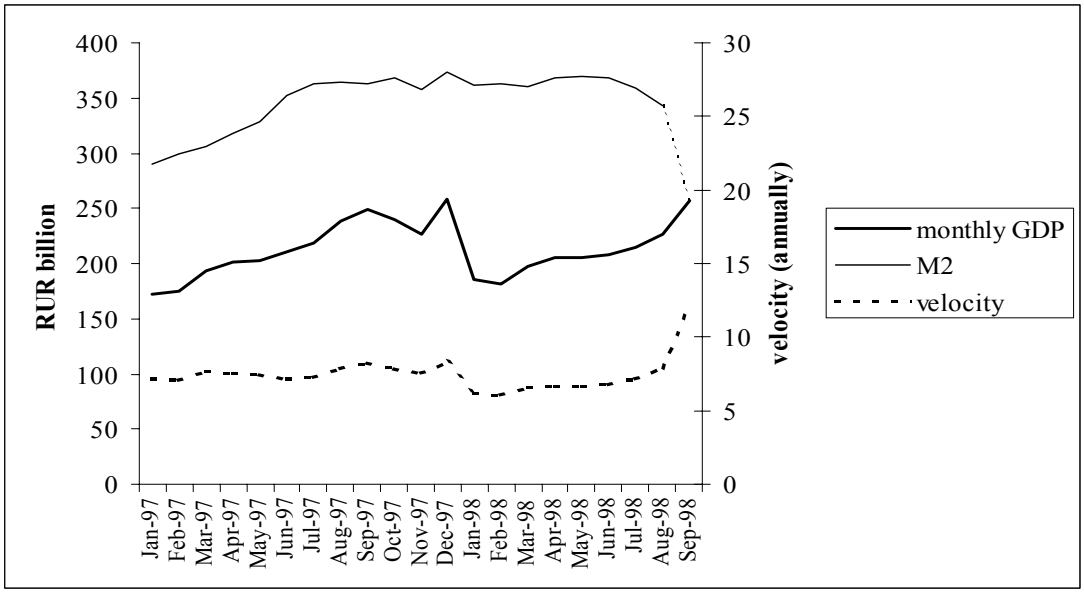
Таблица 6. Месячные объемы ВВП, М2, скорость обращения денег и монетизация (в годовом исчислении), Россия 1997-1998 годы

месяц	месячный ВВП	М2	скорость обращения денег	монетизация
Янв. 97	172.1	289.9	7.1	14.0%
Фев. 97	175.0	299.5	7.0	14.3%
Март 97	193.8	305.8	7.6	13.1%
Апр. 97	201.2	317.8	7.6	13.2%
Май 97	203.2	328.4	7.4	13.5%
Июнь 97	210.6	352.0	7.2	13.9%
Июль 97	219.1	363.0	7.2	13.8%
Авг. 97	237.9	364.6	7.8	12.8%
Сент. 97	248.8	363.0	8.2	12.2%
Окт. 97	240.0	368.8	7.8	12.8%
Нояб. 97	226.0	357.4	7.6	13.2%
Дек. 97	258.0	374.1	8.3	12.1%
Янв. 98	185.9	361.2	6.2	16.2%
Фев. 97	182.1	362.9	6.0	16.6%
Март 97	197.6	360.4	6.6	15.2%
Апр. 97	205.0	368.0	6.7	15.0%
Май 97	205.9	370.0	6.7	15.0%
Июнь 97	207.4	368.6	6.8	14.8%
Июль 97	214.1	359.4	7.1	14.0%
Авг. 97	226.1	343.6	7.9	12.7%
Сент. 97	257.0	254.9*	12.1	8.3%

*Оценка фактического М2, учитывая замороженные депозиты.

Источники: объемы номинального ВВП и М2 – RET; скорость обращения денег и монетизация – собственные расчеты (скорость обращения денег рассчитана как отношение месячных показателей ВВП в годовом исчислении и М2; монетизация - как обратная величина скорости обращения денег).

Рисунок 4. Месячные показатели номинального ВВП, M2, скорость обращения денег, Россия 1997-1998



Источники: объемы номинального ВВП и M2 (левая шкала) – RET; скорость обращения денег (правая шкала) рассчитана как отношение месячных показателей.

В результате кризиса значительно упал спрос на внутреннюю валюту. Рост цен, огромное обесценение обменного курса и общая неопределенность практически уничтожили портфельный спрос на рубли. Кризис банковского сектора привел к дополнительному снижению спроса на депозиты. Если возможно, люди держат доходы в наличных долларах, а в рублях только суммы, необходимые для ближайших покупок. Снижение реального выпуска сокращает спрос на деньги для сделок.

С другой стороны, виток инфляции в начале сентября, и после ее снижение, оставил после себя более высокий уровень цен, и, таким образом, потребность в большем объеме наличных рублей для обслуживания транзакций.

Ограничение доступа для населения к депозитам фактически привело к сокращению предложения денег. Учитывая тот факт, что ущерб доверию к банкам уже был нанесен, это помогло привести денежный рынок в равновесие в краткосрочном периоде.

Представляется сложным количественно оценить влияние механизмов, описанных выше. В октябре наблюдается относительная стабилизация инфляции и обменного курса. Следовательно, можно выдвинуть предварительную гипотезу о том, что текущий уровень скорости обращения денег, посчитанный на основе упоминавшихся выше предположений, достаточно близок к равновесию. Таким образом, любое увеличение предложения денег (в данном контексте, это также бы означало расширение доступа населения к замороженным деньгам на банковских счетах) могли бы дать толчок к дальнейшему обесцениванию рубля и росту цен, оставляя при этом скорость обращения денег на том же уровне.

8. Литература

MFK Renaissance, Morning Monitor, разные выпуски
MFK Renaissance, Weekly Monitor, разные выпуски
Moscow Times, разные выпуски
Russian Economic Trends, разные номера
Troika Dialog, Market Daily, разные номера
Агентство Новостей “Интерфакс”, Статистический отчет, разные выпуски
Агентство Новостей “Интерфакс”, Финансовый отчет, разные номера
Госкомстат, информация, находящаяся по адресу: http://www.gks.ru
Независимая газета, “От голода спасут срочные централизованные закупки еды”, Независимая газета – Политэкономия, 18.11.1998
Центральный банк России, Бюллетень Банковской Статистики, N10(65), Москва, 1998 год
Центральный банк России, информация, находящаяся по адресу: http://www.cbr.ru